

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

15 décembre 2025

Rédacteurs
Gestion — Recherche

Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

Obligataire
Actions Europe
Actions Internationales
Analyse

Suivi Macroéconomique p6

Etats-Unis
Europe
Asie

La géopolitique s'invite sur les marchés obligataires

Dans le monde conflictuel que nous décrivons dans nos Perspectives Economiques et Financières, l'accès au financement est devenu une priorité pour l'ensemble des agents économiques. Les dernières émissions obligataires souveraines illustrent, à nouveau, la recherche de nouveaux investisseurs.

La Russie a émis, la semaine dernière, deux obligations en yuans, une première ! Ces deux emprunts à 4 et 8 ans ont été émis respectivement à 6% et 7% pour un total de 20Mds de yuans (2,8Mds de dollars). Les taux d'emprunt en roubles auraient été bien supérieurs, entre 10% et 14%. Ces nouvelles émissions renforcent les liens financiers déjà existant entre les deux pays, notamment un accord mis place depuis plus de 10 ans qui permet à la Russie d'emprunter jusqu'à 150Mds de yuan (21Mds de dollars) auprès de la People's Bank of China (PBoC). Par ailleurs, les groupes russes qui exportent en Chine leur pétrole et leur gaz se font payer en yuans, ce qui fait de cette dernière la principale devise étrangère en Russie. Ce nouvel emprunt pourra servir de référence si les entreprises russes émettent également en yuans, comme cela semble se dessiner. Rusal a communiqué en ce sens, et au mois de septembre, Gazprom a été noté AAA par une agence de notation chinoise, ce qui leur permettrait d'accéder au marché obligataire en yuans et donc d'emprunter à des taux plus faibles que s'ils empruntent en roubles.

Un mois plus tôt, la Chine de son côté effectuait une émission obligataire en dollars sur le marché américain qui rencontrait un immense succès avec une demande de plus de 118Mds de dollars pour 4Mds émis, soit presque 30x plus. Deux tranches ont été émises pour 2Mds chacune à 3 ans et à 5 ans à des taux équivalents à ceux des bons du Trésor américains : une prime de 3 points de base a été concédée sur l'échéance à 5 ans (soit un taux de 3,787%), mais la 3 ans est sortie exactement au même taux à 3,625% alors qu'elles sont notées A et les Etats-Unis AA+.

Ces émissions montrent une fois encore les conséquences des tensions politiques et géopolitiques sur les marchés obligataires. Des phénomènes qui devraient perdurer dans l'année à venir avec toujours une recherche de financement plus importante.

Marie-Edmée de Monts de Savasse

Responsable d'équipe Gestion OPC Taux



Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	12/12/25	27/11/25	T-12 mois	27/11/25	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	1,174	1,160	1,047	1,2 ↑	12,2 ↑
€ / £	0,878	0,876	0,826	0,3 ↑	6,3 ↑
€ / Yen	182,94	181,25	159,78	0,9 ↑	14,5 ↑
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	61	63	73	-3,5 ↓	-16,7 ↓
Indice CRB*	544	534	539	1,8 ↑	0,8 ↑
Prix de l'once d'Or	4 300	4 218	2 656	1,9 ↑	61,9 ↑
Prix de la tonne de cuivre	11 515	10 940	9 092	5,3 ↑	26,7 ↑
Indice Baltic Dry**	2 205	2 480	1 055	-11,1 ↓	109,0 ↑
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	1506	1403	2384	7,4 ↑	-36,8 ↓

Sources : Bloomberg, Covéa Finance *Indice CRB : Indice des prix de 22 matières premières industrielles (59,1%) et alimentaires (40,9%). Cet indice n'inclut pas les prix de l'énergie. **Indice Baltic Dry : indice de prix pour le transport maritime en vrac de matières sèches sur 26 routes mondiales. ***Indice Coût Fret Conteneur SCFI : le Shanghai Containerized Freight Index est calculé comme la moyenne pondérée du prix spot pour le transport d'un conteneur sur 15 routes maritimes majeures partant de Shanghai.

Analyse de l'évolution des marchés

Obligataire : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

La semaine est marquée par une hausse généralisée des rendements aux Etats-Unis et en Europe qui semble portée par la dynamique des taux souverains japonais détaillée dans le focus ci-dessous. Aux Etats-Unis, la FED baisse ses taux directeurs de 25 points de base (pb). Son président affirme que la décision relève d'une gestion des risques, entre une moindre tension sur le marché de l'emploi et une inflation qui reste élevée. De plus, l'institution annonce la reprise des achats de bons du Trésor américains, à hauteur de 40 Mds\$ par mois, afin de réduire les tensions sur le marché monétaire. Le taux à 10 ans des Etats-Unis augmente de 4 pb à 4,18% alors que le taux à 2 ans diminue de 3 pb à 3,53%. La courbe se pentifie par l'effet conjugué de la baisse de la partie courte et de l'augmentation de la partie longue. En Europe, en amont de la réunion de la Banque centrale européenne qui se tiendra cette semaine, les prises de parole des banquiers centraux sont orientées vers une politique monétaire moins accommodante. Notamment, les déclarations de C.Lagarde qui estime qu'une révision des projections de croissance et d'inflation à la hausse serait probable, ou celles d'I.Schnabel qui considère que le prochain mouvement sur les taux directeurs serait plutôt une hausse. Les taux à 10 ans augmentent de 5 à 6 pb à 3,58% en France, à 2,86% en Allemagne, 3,55% en Italie et 3,31% en Espagne. Les écarts de rendement contre l'Allemagne se maintiennent stables, à 72 pb pour la France et à 69 pb pour l'Italie. Le marché primaire du crédit en euros est peu actif à l'approche de la fin d'année. Le groupe Asmodee émet 320 M€ sur la maturité 2031, en catégorie haut rendement, à un taux de rendement de 4,15%. Les primes de risque restent stables, à 78 pb pour la catégorie investissement, soit un taux de rendement de 3,64%, et, 280 pb pour la catégorie haut rendement, soit un taux de rendement de 5,66%.

Le Focus de la semaine : La Banque du Japon prise entre deux feux

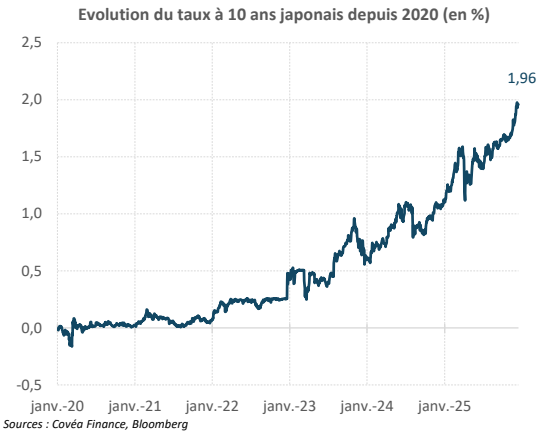
Depuis le début de l'année, le taux à 10 ans des obligations souveraines japonaises augmente de 110 pb et a atteint un point haut la semaine passée à 1,98%. Un niveau important puisque le taux à 10 ans n'a pas dépassé 2% depuis 1999. A son approche le président de la Banque du Japon (BOJ) a affirmé lors de son audition au Parlement japonais que si la hausse des taux, jugée trop rapide, se poursuivait, alors l'institution pourrait ajuster son programme d'achat de titres afin de la juguler. La BOJ a commencé en juin 2024 la réduction graduelle de ses achats d'obligations souveraines japonaises mensuels de 4 100 Mds de yens (26,4 Mds\$) à 2 000 Mds de yens (12,9 Mds\$) par mois début 2027. A ce rythme, le montant d'obligations souveraines qu'elle détient baissera de 17% entre juin 2024 et mars 2027. Cette normalisation progressive de la politique de la BOJ, destinée à contenir une inflation persistante, réduit l'effet d'ancrage qui maintenait jusqu'alors les taux à des niveaux artificiellement bas. La BOJ détient encore près de la moitié de la dette souveraine du Japon.

Plusieurs facteurs expliquent l'augmentation récente des rendements. D'un côté, l'inflation cœur, calculée en excluant les prix de l'alimentation et de l'énergie, s'établit encore à 3% en novembre, au-dessus de la cible de la BOJ. De l'autre, les mesures de relance économique annoncées fin novembre par la nouvelle Première ministre Sanae Takaichi, d'un montant de 20 925 Mds de yens (135 Mds\$), qui prévoient notamment l'émission de 11 625 Mds de yens (75 Mds\$) d'obligations souveraines supplémentaires comme source de financement.

Comme l'illustre le mouvement de la semaine dernière, la hausse des rendements sur le marché obligataire japonais trouve un écho sur les marchés occidentaux. Les Japonais sont notamment les plus grands détenteurs étrangers de dettes souveraines américaines, à hauteur de 1 189 Mds\$ en septembre 2025.

La prochaine réunion de la BOJ se tiendra le 19 décembre. Le marché anticipe qu'à cette occasion l'institution augmentera son taux de refinancement à 0,75% soit le niveau le plus élevé depuis 30 ans.

La BOJ se retrouve face un dilemme, comme nous le décrivons dans nos Perspectives Economiques et Financières. D'un côté, avec un ratio de dette sur PIB à 237%, le poids de la dette du Japon la contraint à ne pas remonter trop vite ses taux directeurs. De l'autre, la persistance de l'inflation et la nouvelle politique budgétaire, lui imposent d'agir.



Matthieu Ohana

Gérant Mandats Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pb)				Pente* (en pb)	
	12/12/25	J-7	27/11/25	31/12/24	T-12 mois	J-7	27/11/25	31/12/24	sur 12 mois	2y - 10y	10y - 30y
Taux directeurs											
Réserve Fédérale Américaine	3,75	4,00	4,00	4,50	4,75	-0,25	↓	-0,75	↓	-1,00	↓
BCE - Taux Repo	2,15	2,15	2,15	3,15	3,15	0,00	→	-1,00	↓	-1,00	↓
BCE - Taux Facilité de dépôt	2,00	2,00	2,00	3,00	3,00	0,00	→	-1,00	↓	-1,00	↓
Banque d'Angleterre	4,00	4,00	4,00	4,75	4,75	0,00	→	-0,75	↓	-0,75	↓
Banque du Japon	0,50	0,50	0,50	0,25	0,25	0,00	→	0,25	↑	0,25	↑
Taux 10 ans											
Etats-Unis	4,18	4,14	3,99	4,57	4,33	5	↑	-38	↓	-14	↓
Allemagne	2,86	2,80	2,68	2,37	2,21	6	↑	49	↑	65	↑
France	3,58	3,52	3,41	3,20	2,99	5	↑	38	↑	59	↑
Italie	3,55	3,49	3,40	3,52	3,35	6	↑	3	↑	20	↑
Royaume-Uni	4,52	4,48	4,45	4,57	4,36	4	↑	-5	↓	16	↑
Japon	1,95	1,95	1,80	1,10	1,05	1	↑	85	↑	90	↑
Crédit											
Indice Itraxx Main	51,9	52,4	53,2	57,6	53,6	-0,4	↓	-5,6	↓	-1,6	↓
Indice Itraxx Crossover	251,3	253,0	257,6	313,8	294,1	-1,7	↓	-62,6	↓	-42,8	↓

Sources : Bloomberg, Covéa Finance * (Taux 10 ans - Taux 2 ans) et (Taux 30 ans - Taux 10 ans)

Analyse de l'évolution des marchés

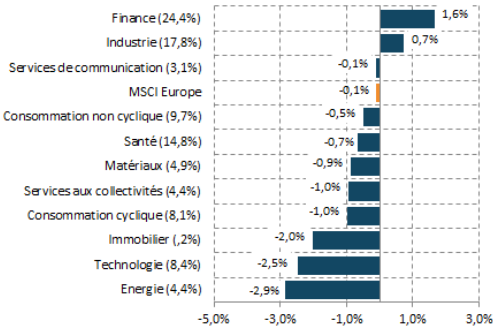
Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Les indices européens clôturent la semaine en légère baisse avec le MSCI Europe (dividendes non réinvestis) à -0,1%, une semaine notamment marquée par la baisse des taux directeurs par la Réserve Fédérale aux Etats-Unis. En termes de performances sectorielles, le secteur de la finance arrive en tête (+1,6%) favorisé par la hausse des banques ainsi que des assurances. Seul le secteur de l'industrie clôture également la semaine dans le vert (+0,7%), celui-ci ayant été favorisé par la hausse des acteurs du transport et du fret dont Maersk (+10,4%). Le titre enregistre la plus forte surperformance de la semaine à la suite de communications sur les atteintes de leurs objectifs annuels et d'éléments encourageants sur la potentielle réouverture du passage de la mer Rouge. En bas de classement, l'énergie chute de -2,9%, pénalisée par la baisse du prix du baril de pétrole sur la semaine. Le secteur de la technologie a également baissé dans le sillage de la mauvaise performance de ses pairs américains.

Plus spécifiquement, Givaudan a été pénalisé suite à des commentaires décevants en amont de la clôture de ses comptes, quant à la vigueur de l'activité sous-jacente. Galp Energia enregistre la plus forte baisse de la semaine après avoir annoncé que TotalEnergies prenait une participation de 40% dans la découverte du gisement pétrolier de Mopane en Namibie. Ceci pénalise ainsi l'indice portugais, qui enregistre la plus forte baisse géographique de la semaine.

Performances sectorielles du MSCI Europe du 05/12/2025 au 12/12/2025 (GICS)



Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Le Focus de la semaine : Les équipements médicaux toujours à la traîne

Le secteur européen des équipements et services de santé évolue nettement en retrait par rapport à l'indice européen depuis quelques années, et cette sous-performance s'est creusée davantage cette année (-0,6% contre 13,7% au 12/12/2025, référence MSCI Europe - dividende non réinvestis). Elle traduit l'accumulation de fragilités au sein du secteur, pourtant très fragmenté en termes de marchés finaux.

Parmi ces fragilités, de nombreuses sociétés dépendent encore du marché chinois, longtemps considéré comme l'un des moteurs de croissance les plus puissants. Mais le ralentissement économique, la discipline budgétaire imposée aux hôpitaux et surtout l'intensification du Volume-Based Procurement (des appels d'offres publics entraînant de fortes baisses de prix en contrepartie des volumes accordés) pèsent lourdement. Ces mesures compressent brutalement les marges et remettent en cause le retour sur investissement de certaines gammes de produits. Hors de Chine, certaines activités, comme les audioprothèses ou les prothèses dentaires, sont directement sensibles au pouvoir d'achat et au moral des consommateurs, en peine dans un environnement politique et géopolitique particulièrement instable. De plus, les finances publiques européennes sont également sous contraintes. Entre besoins croissants en santé et budgets limités, les risques d'arbitrage augmentent. Les entreprises dépendantes des régimes de remboursement se retrouvent face à des discussions plus longues, des prix plus encadrés et des délais d'adoption plus prudents. Dans un contexte d'endettement élevé, les gouvernements n'ont que peu de marges de manœuvre pour soutenir davantage les dépenses de santé.

A cela s'ajoutent des facteurs macroéconomiques qui pénalisent ces entreprises. La remontée des taux d'intérêts a notamment impacté ces sociétés qui pouvaient avoir des niveaux de valorisation élevés. De plus, les durcissements des droits de douane entre l'administration américaine et le reste du monde, ainsi que la mise en place d'une nouvelle enquête sur le secteur au titre de la section 232 aux Etats-Unis renforcent la pression et le risque endurés par ces entreprises.

Dans une telle configuration, la sélectivité devient cruciale en privilégiant des entreprises positionnées sur des maillons critiques et résilients de la chaîne de valeur, des modèles économiques solides, peu sensibles aux cycles de remboursement ou de consommation et des acteurs exposés à des marchés finaux structurellement porteurs comme nous le détaillons dans nos Perspectives Economiques et Financières.

Ambre Saada

Gérante Mandats Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)				
	12/12/25	J-7	27/11/25	31/12/24	T-12 mois	J-7	27/11/25	31/12/24	sur 12 mois	
MSCI EMU	193,9	194,0	192,1	163,2	165,4	0,0	1,0	18,9	17,2	
MSCI EMU Mid Cap	1 313,2	1 315,5	1 311,3	1 056,7	1 069,9	-0,2	0,1	24,3	22,7	
MSCI EMU Small Cap	524,3	521,5	515,9	390,5	401,4	0,5	1,6	34,3	30,6	
MSCI Europe	193,2	193,4	192,1	169,9	173,8	-0,1	0,6	13,7	11,2	
France CAC 40	8 068,6	8 114,7	8 099,5	7 380,7	7 420,9	-0,6	-0,4	9,3	8,7	
Allemagne DAX 30	9 061,3	9 002,0	8 904,5	7 648,6	7 847,2	0,7	1,8	18,5	15,5	
Italie MIB	43 514,0	43 432,8	43 219,9	34 186,2	34 857,4	0,2	0,7	27,3	24,8	
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	9 649,0	9 667,0	9 693,9	8 173,0	8 311,8	-0,2	-0,5	18,1	16,1	
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	10 989,7	11 069,0	11 068,7	9 877,2	10 063,6	-0,7	-0,7	11,3	9,2	

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

En **Asie**, les marchés ont terminé la semaine à l'équilibre. Le Japon affiche la meilleure performance sur la semaine, aidée par les valeurs du secteur financier dans la perspective d'une potentielle hausse de taux de la BoJ. La Corée du Sud progresse également, cette fois tirée par les valeurs en dehors du secteur technologique, notamment dans la défense, la construction navale et le nucléaire.

A l'inverse, la Thaïlande termine la semaine en baisse, dans un contexte de tensions croissantes avec le Cambodge.

Parmi les éléments transverses liés au PEF, dans l'appréciation de la dynamique de l'Inde, notons qu'Amazon prévoit d'investir \$35 Mds en Inde sur cinq ans pour déployer des centres de données ainsi que des centres logistiques, afin de soutenir sa croissance indienne. Par ailleurs, Kyocera, Canon et plus de vingt entreprises japonaises ont annoncé un investissement dans le consortium destiné à la production de semiconducteurs avancé Rapidus afin de relancer l'industrie japonaise de puces.

Aux **Etats-Unis**, le marché terminait la semaine en baisse, pénalisé par la contreperformance des valeurs technologiques après les publications de résultats décevantes de Broadcom et d'Oracle. L'accélération des dépenses d'investissement pour l'année fiscale d'Oracle ravivait les inquiétudes sur ses capacités de financement.

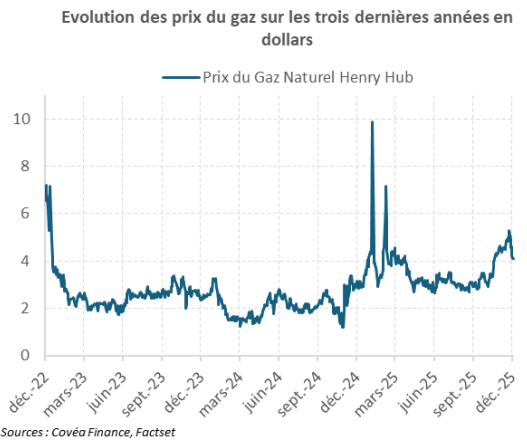
En parallèle, les investisseurs étaient déçus par les perspectives de croissance des activités IA de Broadcom. Nvidia reculait aussi malgré l'autorisation de l'administration américaine de vente de ses puces IA H200 à la Chine. Les services de communication étaient aussi en forte baisse impactés par le recul d'Alphabet après le lancement du nouveau modèle d'intelligence artificielle, GPT-5.2, de son concurrent OpenAI. Meta participait aussi à la baisse du secteur après l'annonce d'Alphabet du développement de deux catégories de lunettes connectées à l'IA concurrentes aux siennes. Netflix était pénalisé par la contre-offre de Paramount Skydance pour l'acquisition de Warner Bros Discovery. De son côté, Disney rebondissait après avoir annoncé un investissement d'un milliard de dollars dans OpenAI ainsi qu'un accord de licence de 3 ans pour l'utilisation de ses personnages dans sa plateforme de vidéo IA Sora.

A l'inverse, les secteurs plus défensifs comme les grands laboratoires pharmaceutiques ou la consommation courante était privilégiés par les investisseurs. Dans la santé, Eli Lilly annonçait la construction d'une usine de \$6 Mds en Alabama pour la fabrication de principes actifs dans le cadre de ses investissements aux États-Unis.

Le Focus de la semaine : L'évolution des cours du gaz aux Etats-Unis

Depuis 2022, les prix du gaz naturel aux États-Unis sont restés bas sur fond d'une offre excédentaire. La montée en puissance des bassins de production du Permien et de l'Haynesville a modifié la structure du marché domestique, créant une abondance structurelle de gaz, maintenant donc les prix sous pression. Cette situation a conduit à un découplage durable entre les cours américains (Henry Hub) et ceux observés en Europe (TTF) ou en Asie (JKM). Toutefois, depuis quelques trimestres, la demande nécessaire pour satisfaire les besoins en matière de génération d'électricité est en hausse. La croissance des centres de données dédiés à l'IA, ainsi que l'électrification de l'économie stimulent la construction de nouvelles centrales à gaz sur le sol américain. Ce phénomène entraîne une hausse de la demande de gaz. Ce rééquilibrage progressif entre offre et demande soutient actuellement la progression des prix du Henry Hub. D'ici 2030, la montée en puissance des nouvelles capacités de liquéfaction (avec plusieurs unités de GNL en construction ou en phase de démarrage) devrait accroître la demande américaine de gaz à destination des marchés internationaux.

Néanmoins, le niveau des prix du gaz américain dépendra à terme de la capacité du marché mondial à absorber les nouvelles capacités de GNL, un élément que nous surveillons notamment dans le contexte d'une recrudescence de la production mondiale à base d'énergie nucléaire. Dans le cadre de nos Perspectives Economiques et Financières, nous avons identifié la génération électrique comme un axe centrale de souveraineté au cœur de la stratégie des Etats.



Sophie Pons Dublanc

Adjointe au Responsable d'équipe Gestion Actions Monde



Actions Internationales	Niveaux					en devise locale								Variations (en %)			
	12/12/25	J-7	27/11/2025	31/12/24	T-12 mois	J-7	27/11/2025	31/12/24	T-12 mois	J-7	27/11/2025	31/12/24	T-12 mois				
Etats-Unis - S&P500	6 827	6 870	6 813	5 882	6 051	-0,6	0,2	16,1	12,8	-1,5	-1,0	2,4	0,6				
Etats-Unis - Dow Jones	48 458	47 955	47 427	42 544	43 914	1,0	2,2	13,9	10,3	0,2	0,9	0,5	-1,6				
Etats-Unis - Nasdaq	23 195	23 578	23 215	19 311	19 903	-1,6	-0,1	20,1	16,5	-2,4	-1,3	5,9	3,9				
Japon Nikkei 300	730	717	719	604	596	1,9	1,6	20,8	22,4	0,7	0,7	7,5	6,9				
Corée du Sud KOSPI	4 167	4 100	3 987	2 399	2 482	1,6	4,5	73,7	67,9	0,5	2,3	53,3	45,6				
Chine - Shanghai	3 889	3 903	3 875	3 352	3 462	-0,3	0,4	16,0	12,4	-1,0	-0,6	5,9	3,4				
Hong Kong Hang Seng	25 977	26 085	25 946	20 060	20 397	-0,4	0,1	29,5	27,4	-1,2	-1,2	14,0	13,4				
Marchés Emergents - MSCI	1 390	1 385	1 370	1 075	1 113	0,3	1,4	29,2	24,9	-0,5	0,2	14,0	11,4				

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

Antibiotiques : un enjeu stratégique au cœur des souverainetés nationales

Nous décrivons dans nos Perspectives Économiques et Financières un monde où le libre-échange est remis en cause au profit du régionalisme et des quêtes de souveraineté : la santé s'impose comme un pilier stratégique, aux côtés de la sécurité ou du numérique. Les antibiotiques, bien que banalisés par leur faible coût apparent, illustrent parfaitement cette tension entre dépendance mondiale et volonté de reprise en main nationale.

Un paradoxe économique et sanitaire

Le Directeur Général de Sandoz, dernier acteur européen à produire localement des antibiotiques, aime rappeler que « leur prix n'excède pas celui d'un paquet de bonbons ». Pourtant, leur valeur sanitaire reste inestimable.

Aux États-Unis, USAntibiotics a repris une usine en faillite dans le Tennessee en 2021, avec la promesse de pouvoir à elle seule couvrir les besoins nationaux en amoxicilline pour cinq ans et alimenter le stock stratégique du pays. En octobre dernier, son président Patrick Cashman soulignait que la capacité de production nationale constitue un impératif de sécurité : « Si notre usine venait à fermer, il faudrait cinq ans et des centaines de millions de dollars pour reconstruire cette filière, laissant le pays dépendant de nations adverses pour l'antibiotique le plus prescrit ». L'année dernière, cette usine affichait un coût de production de 4 dollars par dose. Son prix de vente, insuffisant pour couvrir ces dépenses, souligne la fragilité économique du secteur antibiotique. Ce décalage entre faible rentabilité et utilité vitale explique en partie le retrait progressif des grands laboratoires pharmaceutiques.

Une dépendance mondiale concentrée

La fragilité des chaînes de production est manifeste. En 2017, l'explosion d'une usine en Chine a provoqué une pénurie mondiale de piperacilline-tazobactam, entraînant une substitution massive par des céphalosporines et une hausse des infections à *Clostridium difficile*. Cet épisode a révélé l'ultra-dépendance à la Chine et à l'Inde pour la production d'antibiotiques.

La Chine représente plus de 70 % de la production mondiale d'API (Active Pharmaceutical Ingredients), grâce à une stratégie de long terme et des subventions massives.

L'Inde a été contrainte de se repositionner sur la fabrication des médicaments, notamment des génériques, fournissant environ 65 % des solides oraux vendus aux États-Unis.

L'Europe : autrefois leader (75 % des API mondiaux en 1992), se retrouve aujourd'hui marginalisée par des coûts écologiques et sociaux non intégrés dans les prix asiatiques.

Une opacité persistante

Malgré les exigences de la FDA en matière d'enregistrement et d'inspection, la transparence reste limitée. Les intrants chimiques (intermédiaires) échappent à une régulation stricte, créant une zone de vulnérabilité. Les registres officiels recensent des centaines de sites chinois, mais plus de la moitié n'ont aucune preuve d'activité réelle pour le marché américain. Les estimations de dépendance varient ainsi de 8 % à 90 %, reflétant la difficulté de cartographier précisément les flux.

Un marché structurellement non rentable

La lutte contre l'AMR (la résistance antimicrobienne) impose une utilisation parcimonieuse des antibiotiques, en petits volumes et au bon moment. Cette contrainte réduit la rentabilité du segment, déjà fragilisé par la faible demande anticipée et la durée de vie limitée des produits. Les grands laboratoires se désengagent, laissant aux petites structures un champ de recherche risqué et coûteux, souvent sans soutien financier suffisant.

Les réponses politiques

Face à ce constat, les États-Unis et l'Europe ont renforcé leurs dispositifs, chapeautés par la BARDA (Biomedical Advanced Research and Development Authority) aux États-Unis et sa déclinaison européenne, l'HERA (Autorité européenne de préparation et de réponse aux urgences sanitaires). Mais l'écart reste immense : 99% des flux de R&D pour de nouvelles molécules sont captés par les États-Unis, contre seulement 1% par l'Europe. L'idée de nationaliser les divisions anti-infectieuses des grands laboratoires refait surface, faute de progrès tangibles.

Un levier stratégique international

Au-delà de la santé publique, les antibiotiques deviennent un instrument de puissance. La Chine, en contrôlant l'amont de la chaîne, dispose d'un levier stratégique majeur dans les relations internationales. Pour l'Europe et les États-Unis, relocaliser la production n'est pas une question de savoir-faire, mais de volonté politique et de capacité à rendre ce marché attractif malgré sa faible rentabilité.

Les antibiotiques incarnent un dilemme contemporain : un produit vital mais économiquement délaissé, une chaîne de production mondialisée mais opaque, et une dépendance stratégique concentrée en Asie. Leur contrôle dépasse la simple logique industrielle : il s'agit d'un enjeu de souveraineté, de sécurité nationale et de stabilité sanitaire mondiale. Dans le cadre de notre veille du secteur de la santé, nous accordons une attention particulière à l'analyse des chaînes de production des médicaments ainsi qu'aux choix et contraintes auxquels sont confrontés les différents régulateurs.

Laurence Coldrey

Analyste financier et extra financier



Suivi Macroéconomique

États-Unis

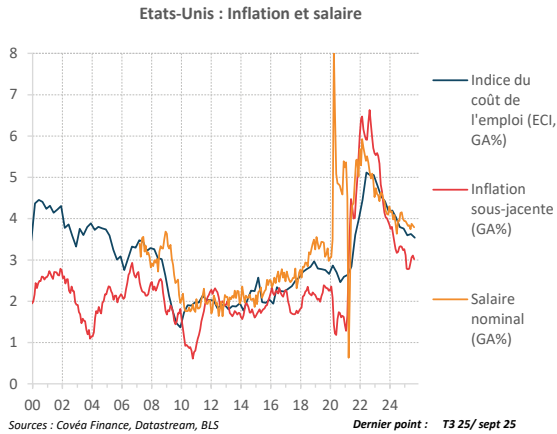
« Les progrès en termes de modération salariale restent lents »

Outre la poursuite de l'assouplissement monétaire (voir focus en page suivante), la Réserve fédérale a également pris cette semaine des décisions en termes de gouvernance. **Le conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale (Fed) a voté à l'unanimité la reconduction de 11 présidents de fed régionales pour un nouveau mandat de cinq ans à compter du 1er mars 2026** (le 12ème président, celui de la Fed d'Atlanta Raphael Bostic (non votant), avait indiqué le mois dernier qu'il prendrait sa retraite en février 2026). Ce processus de reconduction est habituellement une formalité. Mais il avait attiré l'attention ces derniers mois, dans la mesure où il était envisagé que le président Trump cherche à installer des alliés au conseil des gouverneurs de la Fed qui pourraient s'opposer

aux renouvellements des mandats et ainsi remodeler en profondeur le comité de politique monétaire (FOMC). Ce dernier est composé des 7 gouverneurs (nommé par le Président des Etats-Unis) et des 12 Présidents de fed régionales (nommés par le Conseil d'administration de la Fed régionale et certifiés par le Conseil des gouverneurs). La reconduction anticipée des Présidents de fed (cela devait intervenir initialement en février 2026) tend à réduire les incertitudes quant à la composition future du FOMC et son degré d'indépendance vis-à-vis du pouvoir politique.

Le déficit commercial américain s'est réduit en septembre, sous l'effet d'un rebond des exportations (+4,9% en glissement mensuel en valeur) et d'une progression modeste des importations (+0,7%). Cette amélioration du déficit est largement liée à des renvois d'or à l'étranger par des investisseurs Américains. Ceux-ci avaient importé de grandes quantités de ce métal en provenance d'Europe au printemps face aux menaces de droits de douane, qui ne se sont finalement pas concrétisées. Le solde de la balance des biens s'établit ainsi à -78 Mds\$ sur le mois, au plus haut depuis 2020.

Au Mexique, le parlement a approuvé une hausse des droits de douane pouvant atteindre jusqu'à 50 % dès l'an prochain sur environ 1400 catégories de produits importés, notamment les automobiles, les pièces détachées, les textiles, les vêtements, les plastiques et l'acier en provenance de pays ne disposant pas d'accord commercial avec le Mexique, dont en particulier la Chine. Cette mesure vise officiellement à soutenir l'industrie nationale et à accroître les recettes fiscales, mais elle semble aussi destinée à apaiser les États-Unis à l'approche de la révision de l'accord commercial USMCA liant le Mexique, les États-Unis et le Canada. Ainsi, cette décision, qui pourrait susciter des mesures de rétorsion



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2023	Moy. 2024
Importations	Val, NCVS GA%	sept.-25	-3,6	-5,2	-5,0	6,2
Exportations	Val, NCVS GA%	sept.-25	8,3	-0,3	-2,5	2,0

*Du 08/12/2025 au 14/12/2025

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

de la part des pays concernés, alimente la tendance au renforcement des barrières commerciales que nous observons à l'échelle mondiale depuis plusieurs années.

L'indice de coût de l'emploi (ECI) a progressé de 0,8% en glissement trimestriel au troisième trimestre (T3). En rythme annuel, l'ECI affiche une croissance de 3,5%, après 3,6% au T2, confirmant que les progrès en termes de modération salariale ont été plus lents depuis le début d'année. Cette publication illustre la difficulté à laquelle fait face la Réserve fédérale, confrontée d'une part au maintien de pressions salariales et d'autre part à la dégradation de l'emploi.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique



Suivi Macroéconomique

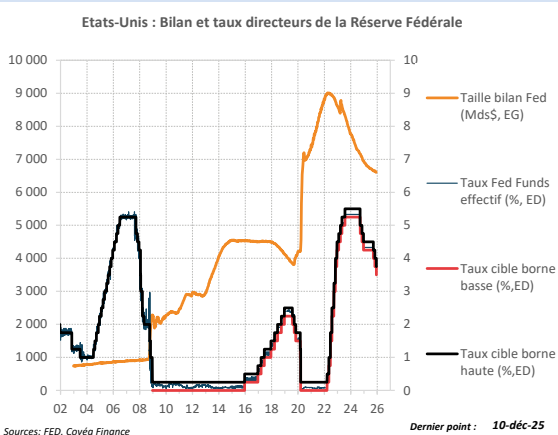
Focus : Une Réserve fédérale divisée poursuit l'assouplissement monétaire.

Le comité de politique monétaire (FOMC) a abaissé comme attendu le taux directeur de la Réserve fédérale de 25 points de base lors de sa réunion de décembre, portant la fourchette cible des fed funds à [3,50% ; 3,75%]. Cette 3^{ème} baisse consécutive a toutefois fortement divisé le comité, avec d'une part un membre (M. Miran) une nouvelle fois en faveur d'une baisse de 50 bp, et d'autre part, deux membres en faveur du statu quo (M. Schmid, comme en octobre, et M. Goolsbee). Ces derniers ont fait savoir que leur désaccord avec la baisse de taux était motivé par le niveau trop élevé de l'inflation et la nécessité d'attendre pour avoir davantage de données.

Plusieurs éléments indiquent que la suite est incertaine. Le communiqué de presse du FOMC a été légèrement modifié et précise que le comité évaluera « les données disponibles, l'évolution des perspectives et l'équilibre des risques » pour déterminer « l'ampleur et le calendrier des réductions supplémentaires potentielles ». Cette mention avait été ajoutée au communiqué en décembre dernier, juste avant que le comité ne débute une longue pause de son mouvement d'assouplissement. Lors de la conférence de presse, le Président Jerome Powell a indiqué que le FOMC est désormais « bien placé pour attendre et voir comment évoluera l'économie ». Powell a également mentionné à plusieurs reprises le fait que le taux directeur est désormais proche des estimations du taux neutre (niveau théorique de taux qui permet d'atteindre un maximum d'emploi avec une inflation stable), ce qui peut suggérer que de nouvelles réductions ne seraient envisagées qu'en cas de détérioration significative du marché du travail. D'ici la prochaine réunion des 27-28 janvier, le comité aura à sa disposition trois rapports d'emploi supplémentaires (octobre, novembre et décembre) pour forger sa conviction quant à la dynamique du marché du travail, et éventuellement poursuivre l'assouplissement. M. Powell a par ailleurs estimé que le rythme actuel des créations de postes est probablement surévalué de l'ordre de 60 000 emplois par mois. En septembre dernier, le BLS (Bureau des statistiques du travail) avait en effet revu en forte baisse les créations de postes pour la période d'avril 2024 à mars 2025, faisant passer la moyenne des créations mensuelles de 146 000 à 71 000. Depuis avril 2025, la hausse moyenne de l'emploi chaque mois est de 40 000 postes. M. Powell a ainsi expliqué que l'économie américaine pourrait en réalité détruire actuellement environ 20 000 postes chaque mois, ce qui incite le FOMC à surveiller de près le marché du travail. Concernant l'inflation, M. Powell s'est montré relativement confiant et indiqué que les effets de diffusion des hausses de droits de douane sur les prix devraient atteindre un pic au T1 2026. Hors impact des droits de douane, il estime que l'inflation se situe légèrement au-dessus de 2%.

Les prévisions économiques des membres du comité font part d'une révision haussière de la croissance du PIB pour 2026 (à 2,3%, contre 1,8% dans les prévisions de septembre). Une partie de cette révision haussière reflète l'impact de la fermeture du gouvernement fédéral au T4 2025 qui a reporté, selon l'institution, 0,2 point de croissance de 2025 (1,7%) vers 2026 (2,3%). Le reste de la révision haussière traduit la bonne tenue de la consommation et la solidité des dépenses liées à l'IA. Malgré cette révision positive de croissance, les perspectives d'inflation ont été revues en baisse (2,4% contre 2,6% en septembre) et le taux de chômage n'a pas été révisé (4,4%), ce qui peut traduire une attente de poursuite de gains de productivité. Concernant la trajectoire du taux directeur, la médiane des prévisions de taux directeur (dots) continue de tabler sur une seule baisse de 25 bp en 2026 et une autre en 2027, ce qui correspond aux prévisions de septembre.

Concernant la gestion du bilan, le Comité a annoncé que la Fed commencerait à partir du 12 décembre à acheter des bons du Trésor (T-Bills) afin de maintenir les réserves à un niveau « ample ». Ces achats s'élèveront à environ 40 Mds\$ par mois. Combinés au réinvestissement mensuel de 20 Mds\$ de titres adossés à des créances hypothécaires (MBS) dans des bons du Trésor, cela représentera environ 60 Mds\$ d'achats de bons du Trésor par mois. Ces achats devraient rester à ces niveaux jusqu'à la date limite de déclaration d'impôts en avril (le versement des impôts va gonfler le compte courant du Trésor public à la Fed (TGA), ce qui réduira mécaniquement les réserves bancaires), puis M. Powell a évoqué la possibilité d'un rythme de 25 Mds\$ par mois. Le Président de la Réserve fédérale a précisé que ces achats constituent un ajustement qui doit permettre d'éviter les tensions sur les marchés monétaires qui s'étaient manifestées ces derniers mois.



Prévisions économiques du FOMC (en %) - Décembre 2025				
	2025	2026	2027	Long terme
Variation du PIB (GA%, volume)	1,7	2,3	2,0	1,8
Prévision de Septembre 2025	1,6	1,8	1,9	1,8
Taux de chômage	4,5	4,4	4,2	4,2
Prévision de Septembre 2025	4,5	4,4	4,3	4,2
Inflation (GA%, PCPE)	2,9	2,4	2,1	2,0
Prévision de Septembre 2025	3,0	2,6	2,1	2,0
Inflation hors alim. et énergie (GA%, PCCPE)	3,0	2,5	2,1	
Prévision de Septembre 2025	3,1	2,6	2,1	
Taux Fed Funds	3,6	3,4	3,1	3,0
Prévision de Septembre 2025	3,6	3,4	3,1	3,0

Source : Réserve Fédérale, Covéo Finance. PIB et Inflation : Croissance du T4 N-1 au T4 N

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique

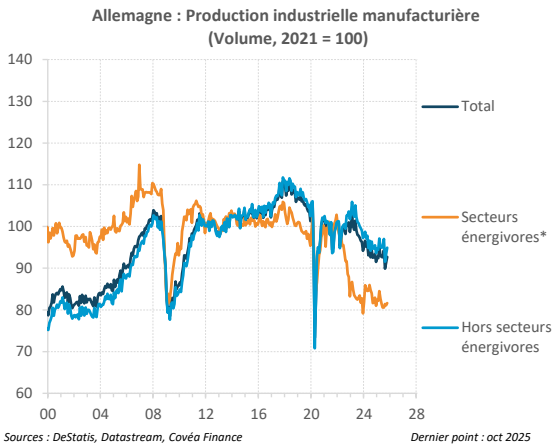


Suivi Macroéconomique

Europe

« La simplification avance dans l'Union européenne »

Les négociateurs du Parlement et du Conseil européens ont trouvé un accord pour réviser les directives CSRD, sur la durabilité, et CS3D, sur le devoir de vigilance. Leurs seuils d'application sont relevés : la CSRD ne devrait ainsi s'appliquer qu'aux entreprises de plus de 1000 personnes réalisant un chiffre d'affaires d'au moins 450mln€ et la CS3D aux entreprises comprenant plus de 5000 personnes et dont le chiffre d'affaires dépasse 1,5Mds€. Dans les deux cas, seule l'activité réalisée dans l'Union européenne est prise en compte pour les entreprises étrangères. De plus, les holdings financières sont exclues de l'application de la directive CSRD. Une clause de révision pour une éventuelle extension ultérieure des obligations relatives à ces deux directives va être introduite. Enfin, la date limite de transposition de la CS3D dans les droits nationaux des Etats membres est encore repoussée d'un an, au 26 juillet 2028 (pour une application un an plus tard). Cet accord doit maintenant être entériné formellement par le Parlement et par le Conseil.



Indicateurs de la semaine*			Période	Valeur	Préc.	Moy. 2023	Moy. 2024
AL	Prod. industrielle	Vol, CVS, GA%	oct.-25	1,0	-0,8	-1,9	-4,6
FR	Indicateur de confiance BdF	Indice	nov.-25	97,3	97,5	94,7	93,9
IT	Prod. Industrielle	Vol, CVS, GA%	oct.-25	-0,3	1,2	-2,1	-3,9

*Du 08/12/2025 au 14/12/2025

Sources : Refinitiv, Covéo Finance

Dans un entretien accordé à Bloomberg, Isabel Schnabel accrédite l'idée que le prochain mouvement des taux directeurs européens devrait être une hausse, même si elle ne pense pas que cela interviendra rapidement. Elle considère que les risques à la baisse sur les perspectives économiques ont diminué et que la croissance pourrait être supérieure au potentiel cette année et en 2026. Parallèlement, **elle juge, comme Philip Lane quelques jours plus tôt, que l'inflation reste plus élevée que l'anticipait la banque centrale, notamment parce que les impacts dépressifs sur les prix des biens de l'appréciation de l'euro et de la réorientation des exportations chinoises vers l'Union européenne semblent moins forts qu'anticipé.** Elle ajoute que les indicateurs de rémunération du travail ont moins ralenti que le laissait attendre la tendance des salaires négociés. De son côté, Peter Kazimir, gouverneur de la banque centrale slovaque, met en garde contre le risque d'augmentation de l'inflation. S'il n'appelle pas à durcir la politique monétaire, il affirme ne voir ni possibilité ni nécessité de baisser encore les taux directeurs. Si Mme Schnabel comme M. Kazimir sont considérés comme les défenseurs d'une ligne plus rigoureuse au sein du Conseil des gouverneurs de la BCE, la position de Philip Lane est sans aucun doute à noter, comme celle de François Villeroy de Galhau. Le gouverneur de la Banque de France, habituellement parmi les plus accommodants des membres de l'instance de décision de la banque centrale européenne, s'est déclaré favorable au maintien des taux directeurs à leur niveau actuel.

En Allemagne, la production industrielle a progressé de 1,8% en octobre par rapport au mois précédent, après +1,1% en septembre. Après deux mois consécutifs de forte progression séquentielle, elle est en hausse de 0,8% sur un an. L'activité s'est contractée dans le secteur automobile en octobre et elle reste en baisse de près de 4% sur un an dans

ce secteur. En revanche, elle a progressé dans les secteurs les plus utilisateurs d'énergie, même si ces derniers restent déprimés.

Les négociations se poursuivent entre les autorités ukrainiennes, les Européens et les représentants de l'administration américaine pour affiner les propositions faites aux Russes pour un cessez-le-feu en Ukraine. La véritable « ligne rouge » de Volodymyr Zelensky semble être les garanties de sécurités apportées par les Etats-Unis. De leur côté, les dirigeants européens cherchent toujours un moyen de fonder une aide massive à la reconstruction de l'Ukraine sur les avoirs russes gelés en Europe occidentale. La décision pourrait être prise durant la réunion du Conseil de l'Union Européenne (UE) les 18 et 19 décembre. En amont, **les Etats membres ont approuvé un règlement pour consolider le cadre juridique du gel des 210Mds€ d'avoirs russes détenus en Europe.** Jusqu'ici, le maintien des sanctions sur ces actifs russes devait être reconduit tous les six mois à l'unanimité, exposant l'UE au risque de veto, notamment de la Hongrie ou de la Slovaquie. En adoptant ce règlement, les Européens se dotent d'un mécanisme plus robuste, conçu pour sécuriser juridiquement l'immobilisation de ces fonds aussi longtemps que nécessaire. Par ailleurs, le texte interdit explicitement tout transfert des actifs à la Banque centrale de Russie et vise donc à prémunir l'UE d'un jugement international ou d'une volonté américaine de restituer ces avoirs à la Russie.

La Commission européenne a communiqué sur une initiative destinée à améliorer les interconnexions des réseaux électriques des pays de l'UE. Il s'agit d'aller vers une véritable Union de l'énergie. A ce stade, il n'est question que de coordination et d'accélération des procédures.

En France, les députés ont voté de justesse, le 9 décembre, le projet de loi de financement de la sécurité sociale (PLFSS). Le texte voté comprend notamment la suspension de la réforme des retraites ce qui a permis au gouvernement d'avoir le soutien du Parti socialiste. En revanche, les Sénateurs ont ensuite rejeté le texte, illustrant les divisions entre les deux chambres du Parlement. Le processus législatif donne néanmoins le dernier mot à l'Assemblée Nationale, qui votera une dernière fois le texte le 16 décembre. Si les équilibres sont similaires au vote de la semaine passée, le PLFSS sera définitivement adopté.

Eloïse Girard-Desbois
Economiste



Jean-Louis Mourier
Economiste



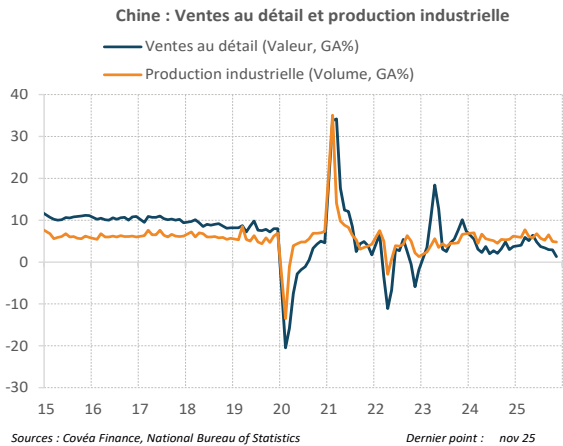
Suivi Macroéconomique

Asie

« L'économie chinoise confirme son affaiblissement au deuxième semestre »

En Chine, les données d'activité restent particulièrement mal orientées en novembre. Alors que la dégradation enregistrée en octobre pouvait s'expliquer par les effets calendaires liés aux congés de la Fête de la lune, ce phénomène n'est plus présent en novembre. Ainsi, ces données semblent bien confirmer l'affaiblissement économique en Chine. **La croissance de la production industrielle s'est établie à 4,8% en glissement annuel (GA), après 4,9% en octobre, soit un niveau bien inférieur à la dynamique observée depuis le début de l'année.** Si la production est restée solide dans les circuits intégrés, elle s'est dégradée dans l'automobile et l'électricité. Les secteurs liés à la construction, comme l'acier et le ciment, restent également pénalisés.

Du côté de la consommation, l'affaiblissement se poursuit. La croissance des ventes au détail s'est modérée à 1,3% en GA (2,9% en octobre). Ce ralentissement est particulièrement marqué au niveau des biens durables, en contrecoup des politiques de soutien à la consommation qui avaient dynamisé les ventes des derniers trimestres. En particulier, les ventes d'automobiles ont reculé de 8,3% en GA.



La dynamique de l'investissement reste en forte contraction, à -11,1% en GA (après -11,2% en octobre). Les investissements dans les infrastructures (-11,9%) et dans le secteur manufacturier (-4,5%), qui étaient encore très dynamiques au premier semestre, confirment leur forte contraction du deuxième semestre. Ces baisses résultent probablement des politiques (i) de lutte contre la concurrence excessive des entreprises et (ii) de réduction de la dette « cachée » des autorités locales. **De plus, le secteur immobilier continue de s'enfoncer dans la contraction.** L'investissement immobilier (-30,1% en GA), les ventes (-17,1%), les mises en chantier (-27,6%) et les prix (-2,4% pour les nouvelles habitations) se sont fortement contractés. **En parallèle, les données sur le financement de l'économie restent peu dynamiques en novembre,** affectées par la faiblesse du crédit hypothécaire et des émissions d'obligations souveraines.

Concernant l'inflation, l'indice des prix à la consommation s'est redressé à 0,7% en novembre, soit une hausse de 0,5 point de pourcentage par rapport à octobre. Cette reprise a été essentiellement portée par la hausse des prix de l'alimentation, qui reflète notamment les effets de mauvaises conditions climatiques sur les produits agricoles. L'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) demeure stable à 1,2%. En revanche, l'indice des prix à la production reste en forte baisse, à -2,2%, illustrant les effets encore limités des politiques de Pékin visant à endiguer cette déflation.

Sur le plan politique, le communiqué publié à l'issue de la dernière réunion du Politburo (la principale instance dirigeante du Parti communiste chinois) met en avant une montée des préoccupations face à l'affaiblissement de l'économie chinoise.

Contrairement à leur communication de juin dernier, les dirigeants ont évoqué un ajustement des politiques contracycliques pour soutenir l'activité. En outre, la Conférence centrale sur le travail économique, une réunion annuelle au cours de laquelle les principaux responsables politiques chinois dressent les grandes priorités économiques de l'année, s'est tenue la semaine dernière. **Pour 2026, les dirigeants ont indiqué le maintien des politiques budgétaires proactives et d'une politique monétaire « modérément accommodante » pour soutenir l'activité.** Les priorités affichées sont de (i) soutenir la demande domestique ; (ii) soutenir l'innovation ; (iii) renforcer les réformes pour atteindre une croissance de haute qualité ; (iv) promouvoir l'ouverture économique et une coopération « gagnant-gagnant » avec les pays étrangers ; (v) promouvoir un développement coordonné entre zones urbaines et rurales ; (vi) avancer sur le front de la transition verte ; (vii) prioriser le bien-être de la population et (viii) maintenir la stabilité face aux risques (notamment liés au marché immobilier et à la dette des autorités locales).

Au Japon, l'enquête Tankan de la Banque du Japon fait état d'un climat des affaires favorable au quatrième trimestre, en amélioration par rapport au T3, et des perspectives d'investissement et de profit bien orientées. La confiance des grandes entreprises reste bien orientée dans le secteur manufacturier et, de façon beaucoup plus marquée, dans le secteur non manufacturier, avec des perspectives d'activité solides pour le trimestre à venir. Si la confiance reste moins bien orientée du côté des petites entreprises, elle s'améliore au T4. Cette enquête bien orientée devrait contribuer à rassurer la Banque du Japon quant aux effets des incertitudes commerciales et des hausses de droits de douane américains sur l'économie japonaise, ouvrant ainsi la voie à la poursuite de la normalisation monétaire. **Notons que la semaine dernière a en effet été marquée par les propos du gouverneur Ueda, qui ont renforcé les anticipations en faveur d'une hausse de taux dès la réunion du 19 décembre et ouvert la porte à d'éventuels achats d'obligations souveraines en cas de progression jugée trop rapide des taux long (cf. focus obligataire).**

En Australie, la Banque centrale (RBA) a maintenu son taux directeur inchangé à 3,6 % pour la troisième réunion consécutive. La décision, prise à l'unanimité, s'est accompagnée d'une communication un peu plus restrictive, les autorités soulignant une reprise de l'inflation, des salaires et de l'activité économique. Les banquiers centraux ont toutefois insisté sur le niveau d'incertitude actuel et sur la nécessité de prendre le temps d'analyser plus en profondeur l'évolution de la conjoncture. Lors de la conférence de presse, la gouverneure Michele Bullock a indiqué ne pas exclure une nouvelle hausse de taux si l'inflation ne convergerait pas durablement vers la cible. Néanmoins, deux jours après cette réunion de politique monétaire, la publication de chiffres de l'emploi dégradés en novembre interroge sur le maintien de cette communication plus restrictive.

Louis Martin
Economiste



Ce document est établi par Covéa Finance, société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le numéro 97-007, constituée sous forme de société par actions simplifiée au capital de 24 901 254 euros, immatriculée au RCS Paris sous le numéro B 407 625 607, ayant son siège social au 8-12 rue Boissy d'Anglas 75008 Paris.

Ce document est produit à titre indicatif et ne peut être considéré comme une offre de vente ou un conseil en investissement. Il ne constitue pas la base d'un engagement de quelque nature que ce soit, ni une évaluation de stratégie ni aucune recommandation d'investissement dans des instruments financiers.

Il contient des opinions et analyses générales et non personnalisées conçues par Covéa Finance à partir de données chiffrées qu'elle considère comme fiables au jour de leur établissement en fonction du contexte économique, mais dont l'exactitude et la validité ne sont toutefois pas garanties.

Les opinions exprimées dans le document peuvent faire l'objet de modifications sans notification.

Covéa Finance ne saurait être tenue responsable de toute décision prise sur la base d'une information contenue dans ce document.

Ce document est la propriété intellectuelle de Covéa Finance. Toute Utilisation (définie ci-après), reproduction ou diffusion de tout ou partie du présent document devra faire l'objet d'une autorisation préalable de Covéa Finance.

Le destinataire du présent document a connaissance et accepte que les données chiffrées, permettant d'établir les opinions et analyses générales et non personnalisées, peuvent être soumises à l'acquisition de droits vis-à-vis de tiers.

Par conséquent, les données chiffrées ne peuvent en aucun cas faire l'objet d'une quelconque Utilisation par le destinataire du document sans l'acquisition préalable des droits nécessaires directement auprès des tiers détenteurs de ces droits.

Par ailleurs, le destinataire du présent document a connaissance et accepte que Covéa Finance ne sera en rien responsable de toute utilisation faite desdites données chiffrées et assumera seul toutes les conséquences vis-à-vis des tiers détenteurs de droits associés à ces données.

L'« Utilisation » s'entend comme, et de manière non limitative, la manipulation de la donnée chiffrée, la distribution, la redistribution, l'intégration dans un système d'information ou dans des documents de tous types.